

6 מרס 2022

לכבוד  
חני שטרית-בך, קובי אברמוב  
הבורסה לני"ע בתל אביב בע"מ

- באמצעות דוא"ל [kobi@tase.co.il](mailto:kobi@tase.co.il) [hani@tase.co.il](mailto:hani@tase.co.il) -

שלום רב,  
הנדון: קול קורא בעניין עידוד פרסום דו"חות אחריות תאגידית והגדלת אחוז הנשים בדירקטוריונים:  
תגובת איגוד החברות הציבוריות

בינואר 2022 פורסם על ידכם קול קורא בעניין פרסום דו"חות אחריות תאגידית והגדלת אחוז הנשים בדירקטוריונים, להלן תגובת איגוד החברות הציבוריות.

#### כללי

1. ככלל, איגוד החברות הציבוריות רואה בעין יפה את המגמה לפיה שיקולי אחריות תאגידית וסיכוני ESG (Environmental, Social & Governance) חודרים לאקו סיסטם התאגידי ומשחקים תפקיד בשיח בין המשקיעים, החברות ונושאי המשרה. אין חולק כי לנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי, ובכללם החתירה להגדלת אחוז הנשים בדירקטוריונים, נודע מקום מרכזי וחשוב, וכי קידום מהווה אג'נדה ראויה. השאיפה הגלובלית להעלאת המודעות והציות לנושאים אלו היא נחלת הכלל, והאיגוד נמנה עליו.
2. המחלוקת אינה בדבר ה- "What" אלא בדבר ה- "How". מהי הדרך הנכונה לקדם אחריות תאגידית וניהול מבוקר של סיכוני ESG על ידי תאגידים, מי צריך לשאת בעלויות הקידום, האם הקידום צריך להתבצע באופן וולונטרי או מחייב ועל מי תוטל חובת הקידום, ככל שתוטל.
3. בקליפת אגוז נציין כי עמדת האיגוד היא שסוגיות ESG צריכות להיות מאומצות על ידי החברות באופן וולונטרי ולא באופן כופה, וזאת משלל סיבות. ראשית- לו אכן קיים ערך מוסף לתשואת המניה בקידום ESG (כנטען בקול הקורא)- הרי שהתמריץ אינהרנטי, יאומץ ממילא על ידי החברות, ואין לייצר במלאכותיות. שנית- סטנדרטי ה- ESG אמורפיים וקשים מאד לכימות, באופן שמתקשה לייצר Benchmark מדויק בין החברות ועלול אף להטעות משקיעים, גם בהינתן הכללים העדכניים ביותר שגובשו בנושא בעולם.
4. בנוסף, הדבר מייצר מורכבות בתהליכים תאגידיים של קבלת החלטות ובניהול קונפליקטים בדירקטוריון ובהנהלה, לאור הגדרת 'תכלית החברה' בחוק החברות הישראלי, ולאור ניגודי אנטרסים

מובנים בין קבוצות אנטרסים שונות (כולן Stakeholders) שקשה ליישב ביניהם. כן מייצר הקול הקורא מציאות של ארביטראז' רגולטורי בעייתי בין חברות ציבוריות שתקנון הבורסה חל עליהן ובין חברות פרטיות שלא יחולו עליהן הוראות דומות; ראוי שהמחוקק יסדיר באופן גורף היבטים הראויים בעיניו לחקיקה, כפי שעשה משך שנים ארוכות בהיבטם רבים וחשובים של ESG שהם חלק מהדין בישראל. חשוב שלא לייצר לחברות תמריץ שלילי להיגרע ממסחר, או לא להצטרף, לבורסה הישראלית.

5. בסוגיית השוויון המגדרי, שאין מחלוקת באשר לחשיבות קידומה, חשוב להבין כי הדרכים ליישומה הנן רבות ומגוונות ויש לתמרץ את כולן; זאת מבלי ליפול שבי בקונספציה לפיה הדרך היחידה או הנכונה ביותר ליישום היא הגדלת הייצוג הנשי בדירקטוריון. לאחרונה פורסמו תוצאות מחקר של פרופ' דן אריאלי (שכותרתו: 'רוצים שוויון באמת? הפסיקו לספור נשים בהנהלה'), לפיו ההנחה שמספר ייצוגי של נשים בדירקטוריון מוביל בהכרח גם לתחושת שוויוניות גדולה יותר של נשים בשאר הארגון- היא הנחה שגויה.

6. בראייתנו, בניסיון לקדם שוויון מגדרי, יש למדוד באותה מידה של חשיבות גם דפוסי התנהלות המקדמים שוויון לשאר הנשים בארגון, ולעודד (למשל) גם חברות המאפשרות דפוסי עבודה גמישים מהבית למי שמעוניין בכך ובהיקף בו הוא/היא מעוניין/ת; או חברות המתמרצות גברים לקחת חופשת לידה ארוכה; או חברות המעודדות הורים- גברים ונשים כאחד- לסיים את יום העבודה מוקדם יותר מספר פעמים בשבוע באופן קבוע, על מנת להיטיב את איזון הבית-עבודה שלהם. בסביבה אמיתית של שוויון מגדרי, המודדת את הפרמטרים השוויוניים בתאגיד כולו, ולא רק בקצה הפירמידה, יהיה קל יותר לקדם נשים לעמדות הנהלה בכירות ומתגמלות, ובתוך זמן קצר יחסית הנשים הללו תמלאנה, ממילא ובלא צורך בחיזוקים מלאכותיים, את חדרי הדירקטוריונים.

7. בנוסף אנו חשים חובה לציין את הליקוי החמור שנפל בדרך העברתו של התיקון המוצע: העלאת נושאי מהות וליבה שרשות ני"ע מעוניינת בקידום, באמצעות מעקף- של שינויים המועברים על ידה בתקנון הבורסה- אינה לגיטימית.

8. בחלקו הראשון של נייר התגובה נשטח בפירוט את עמדתנו הכללית בסוגייה, ולאחר מכן נביא את תגובתנו לרעיונות שהועלו על ידכם בקול הקורא.

לו אכן קיים ערך מוסף בקידום ESG- הרי שהתמריץ אינהרנטי ואין לייצרו במלאכותיות

9. לו נאמץ את הניתוח המוצג על ידכם במסמך הקול הקורא, לפיו מגמת האחריות התאגידית וניהול סיכונים ה- ESG, מאומצת באופן גורף על ידי משקיעים ומובילה אותם בתהליכי קבלת החלטות השקעה, הרי שלחברות קיים תמריץ אינהרנטי לאמצה, מעצם הערך המוסף הטמון בה. כך, תאגיד המעוניין למקסם את היקף ההשקעות בו, "יתקן" את הלכות ה- ESG שלו באופן אוטומטי על מנת לשאת חן בעיני המשקיעים, ואין כל צורך שהבורסה או רשות ני"ע תתערב בעניין באמצעות הוראה כופה, או אפילו וולונטרית. מן המפורסמות הוא כי שוק חופשי יגיע לנקודת שיווי המשקל בכוחות עצמו, והתערבות רגולטורית תפר שלא לצורך את האיזון החשוב הזה.

10. בקול הקורא מוזכרת התיזה לפיה השקעות אחראיות מניבות תשואה עודפת. ככל שאכן הייתה הלוגיקה כה פשוטה וחד משמעית (השקעה אחראית מובילה לתשואת יתר), הרי שחברות המעוניינות ממילא בתשואה עודפת למניותיהן, היו בוחרות ביוזמתן לאמץ אחריות תאגידית לשם שיפור תשואת המניה, ומשכך אין כל הכרח לעודד אותן לעשות זאת.

מחקרים בנושא ESG מעלים תוצאות סותרות

11. מאחר ולא כך הם פני הדברים, והלוגיקה אינה פשטנית כמובטח, הרי שאימוץ של סטנדרטי ESG אינו מתבצע באופן אוטומטי על ידי החברות, שכן התועלת באימוץ אינה וודאית או מובטחת.

12. בפועל, התמונה מורכבת: המחקרים הבוחנים את השפעת אימוץ ה- ESG על חברות, ומובילים, לפי הקול הקורא, לתשואה עודפת, מתבססים על מונחים עמומים שאינם כמותיים ולכן קשים לאומדן; בנוסף קיים קושי ניכר לבודד את רכיבי ה- ESG משאר רכיבי התפקוד של החברה (פנימיים או חיצוניים), ומשכך אין אפשרות אמיתית לדייק את הרכיב המוביל לתשואה העודפת. הדיון מורכב הן ביחס בין היבטי ESG להיבטים עסקיים אחרים, והן ביחס בין רכיבי ה- ESG השונים לבנינם (כיצד ניתן "לדרג" חברה המעניקה דגש מועט להיבטי איכות סביבה אך מתנהלת תחת סטנדרט ממשל תאגידי מוקפד?!).

13. מחקרים אחרים מראים בבירור את התוצאה ההפוכה, ולפיה אימוץ כללי ESG דווקא מרע עם קבוצות האנטרסים השונות של התאגיד. מאמרו המדובר של פרופ' לוסיאן בבצ'וק<sup>1</sup> הגדיר זאת כ-"Stakeholderism" (הדאגה לקבוצות אנטרס שונות של התאגיד); לפי מאמר זה, אשר כותבו מזוהה בד"כ עם תפיסות עולם המצדדות בצדק חלוקתי, ה-Stakeholderism מוביל לעלויות נוספות ומיותרות של התאגידים המאמצים אותו, פוגע בביצועיהם הפיננסיים, מביא לנתק בין נושאי משרה ובין בעלי המניות בתהליכי קבלת החלטות, ומייצר במקובץ, פגיעה שאינה מומלצת באותן קבוצות אנטרס עליהן כיוון דווקא להגן (ה-Stakeholders).

14. מכאן עולה כי קהילת המחקר אינה תמימת דעים בנושא הערך המוסף הטמון (או לא) באימוץ סטנדרטי ESG, כי חסרים נתונים בעלי מובהקות סטיסטית בנושא, כי תוצאות המחקרים השונים מייצרות תמונה של נתונים הסותרים זה את זה ומשכך, יש להסדיר הבטי ESG בזהירות ובאחריות.

#### סטנדרטי ה-ESG אמורפיים ואינם ניתנים לכימות

15. מורכבות נוספת טמונה בעובדה שסטנדרטים של ESG אינם סטנדרטים מובהקים או מוגדרים (נראה כי ההיבטים החברתיים, קרי היבטי ה-S, הם הקשים ביותר להגדרה); קשה להבין מהו אותו רף "נכסף" אליו יש לשאוף וכיצד יש לפרשו; הכללים מתפרשים על פני דיסציפלינות רבות ומגוונות הניתנות לפרשנות גמישה מאד; אין כללי הכרעה בין טובתה של קבוצת אנטרסים אחת לרעותה (למשל בין טובת הנושים, לטובת העובדים, לטובת בעלי מניות המיעוט), ככל שקיימת סתירה ביניהן, ונראה כי אין אפשרות אמיתית לדייק או להעלות על הכתב את השאיפה להיות ה-"Good Guy".

16. דוגמא למורכבות ניתן למצוא במקרה בן אנד ג'ריס, שביטלו לפני מספר חודשים את הזכיון של נציגם הישראלי משום שלא הסכים להפסיק ולמכור את הגלידות במזרח ירושלים ובאיזור יהודה ושומרון. ההצהרה הפומבית שלהם בנושא הייתה כי "מכירת הגלידות שלנו בשטחים הפלסטיניים הכבושים לא עומדת בקנה אחד עם הערכים שלנו". בראייתם של בן אנד ג'ריס, שתוף פעולה עם חברות ישראליות הפעילות מעבר לתחומי הקו הירוק, מהווה השקעה "לא ראויה" באזורי "סכסוך" או "כיבוש" מתמשך ומשכך, אינה לגיטימית. זו דרכם לפרש את כללי ה-ESG ואין דרך מוכחת לשכנע

<sup>1</sup> The Illusory Promise of Stakeholders Governance- Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita (Forthcoming Cornell Law Review, December 2020)

אותם כי הם טועים. האם ראוי שחברות ישראליות הפעילות מעבר לתחומי הקו הירוק ייחשבו למפרות כללי ESG רק מעצם פעילותן זו?! נראה כי לא לכך התכוון המשורר בשירו.

17. בנוסף, כל גילוי "רד" של נתונים שאינם כלכליים, מזמין שונות גדולה מאד בין דיווחים, ובמקרים מסוימים אפילו מניפולציות על הדיווח; במורכבות הזו טמונה סכנה גדולה של הטעיית משקיעים. גם הסטנדרטים הקיימים לאימוץ או פרשנות הכללים (דוגמת GRI או SASB), מאפשרים עמימות, ומשכך הרי שיש קושי אמיתי בהשוואה בין חברות שונות, הפעילות בתחומים שונים- מאפיין בעייתי המוביל להעדר הפופולאריות של כללי דיווח ה- ESG בחלק ממדינות אירופה.

18. עיון בדו"חות ה- ESG שכן פורסמו מגלה כי כל חברה בוחרת להתמקד בהיבטים הנוחים לה ומצטלמים היטב, בעוד שהיא מצניעה היבטים אחרים, הנוחים לה פחות. הפסול אינו בחברות- התחום מעצם טיבו ועמימותו, לא מאפשר יצירת Benchmark אחוד.

#### סתירה של תכלית החברה כהגדרתה בחוק החברות

19. בעיה מרכזית נוספת הטמונה באימוץ כללי הדיווח של ESG, היא הסתירה בינו ובין לשונו הברורה של חוק החברות תשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות"). סעיף 11(א) לחוק החברות, שכותרתו "תכלית החברה" קובע כי "תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, וניתן להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת ענינו של הציבור; כמו כן רשאית חברה לתרום סכום סביר למטרה ראויה, אף אם התרומה אינה במסגרת שיקולים עסקיים כאמור, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון".

20. האמור בסעיף זה קובע מדרג נורמטיבי חד משמעי ולפיו לחברה יש תכלית עליונה אחת שהיא "לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה" (להלן: "תכלית העל"). הדאגה ליתר קבוצות האנטרס (דוגמת נושים, עובדים, ציבור) (להלן: "תכליות המשנה") מצויה בדרגה נחותה מזו של תכלית העל, כאשר רק ניתן (ולא הכרחי) להביאה בחשבון, וגם זאת במסגרת הדיון בתכלית העל ולא במקומו.

21. כל עוד אין סתירה בין תכליות המשנה ובין תכלית העל, הרי שאין קושי לפעול תוך אימוץ כללי אחריות תאגידית ו- ESG, בבחינת "זה נהנה וזה לא חסר". הבעיה נעוצה בכך, שחלק לא מבוטל מההכרעות אינן "נקיות", ומשכך מייצרות התנגשות בין תכלית העל ותכליות המשנה, באופן שאינו מאפשר לנושאי המשנה של החברה לקבל החלטות לאור תכליות המשנה (ולאורן בלבד), מבלי להפר את חובתם על פי חוק החברות, שהיא להביא לכך שהחברה תפעל "על פי שיקולים עסקיים להשאת

רווחיה" (תכלית העל).

22. ניקח לדוגמא מצב שבו חברה שוקלת האם להקים מפעל חדש שלה באיזור עימות, שבו המצב הבטחוני הרעוע והלא יציב מייצר קשיי תעסוקה רבים לתושבים המקומיים. אין חולק שעקרון של תמיכה בפריפריה וצמצום פערים חברתיים באמצעות יצירת שוויון הזדמנויות תעסוקתי, הנו עקרון נעלה וחשוב, שיש בו ראייה חברתית מבורכת. האם דירקטוריון של חברה, רשאי לקבל החלטה כזו מטעמי ESG, בודעו שמצבי כוח עליון בטחוני, עלולים לשתק את פעילות המפעל למשך חודשים ארוכים בשנה, ובכך לפגוע בתפוקתו ובתוצאות הכספיות של החברה?

23. לטעמנו התשובה החד משמעית היא שלילית. שיקוליה העסקיים של החברה והצורך להביא להשאת רווחיה לא מאפשרים לקבל החלטה על השקעה במפעל כזה, שיש בה פוטנציאל ממשי של פגיעה ברווחיות החברה ובהחזר ההשקעה שלה במפעל; גם המדינה סבורה שלא ניתן לקבל החלטה כזו, ועל כן מחלקת מענקים למפעלים באזורי עדיפות לאומית, המבטלים את הפער הכלכלי האמור. אין בכוחם של שיקולי ה-ESG, שהם שיקולי משנה, לשנות את התמונה, ולהיפך, טמון בהם אפילו הסיכון שמצפן ההכרעה של הדירקטוריון לא יהיה מכויל דיו לעבר תכלית העל, ותכליות המשנה ישבשו את ההכרעה הנכונה.

24. כלל ההכרעה במקרי קונפליקט צריך להיות ברור, שכן תהליך קבלת ההחלטות בדירקטוריון ובהנהלות חברה סבך ממילא כבר היום. נושאי משרה נדרשים לקבל החלטות במצבים של חוסר וודאות, ולו ייכנסו למטריצה שיקולים נוספים שהן שווי ערך (ולא משניים) לשיקול של טובת החברה והשאת רווחיה, נקבל תמנון רב זרועות שיתקשה להתנקז לכדי הכרעה אחת.

25. מובן שכל שאין סתירה בין שיקולי ESG ובין טובתה העסקית של החברה, אין כל מניעה לאמץ סטנדרטים אלו, אך במצבי התנגשות, פריזמת הבחינה צריכה להיות צלולה וברורה.

26. אין כל מניעה למשל לאמת כללי ESG, במקום שבו אימוצם מיטיב תדמיתית עם החברה. תאגידיים שמשמשי הקצה שלהם הם משקי בית, יכולים בהחלט לאמץ כללי הכרעה מוטי ESG, משום שהערך המוסף התדמיתי הטמון בכך עבורם, יאפשר להם לחזק את המותג שלהם ובכך להגביר מכירות.

27. כך למשל, חברה המוכרת קוטגי למשקי הבית בישראל, יכולה להחליט שהיא תומכת בגל המחאה החברתית ומחזקת אותו, וכן מקפידה על גיוון תעסוקתי (שניהם סממני ESG בולטים). אך הטעם היחיד שתחתיו היא יכולה להצדיק את צעדיה, ברמה המשפטית, הוא הטעם של "חיזוק המותג" בקרב

קהל היעד שלה, שיראה בעין יפה את צעדיה הפרו חברתיים, ולכן יעדיף לרכוש את הקוטג' שלה על פני הקוטג' של המתחרה. כנ"ל לגבי בנקים המעניקים חינם אין כסף קורסים לקידום האוריינות הפיננסית של משקי הבית, באופן שהמותג שלהם יראה כנגיש לכל בית אב וידידותי לסביבה; או חברות המעוניינות בגיוס כוח אדם צעיר ואיכותי המוטה היום לעבר עקרונות מבוססי ESG.

28. ניתן לאמץ עקרונות ESG (בעיקר כאלו הנוגעים להיבטי סביבה, קרי ה-E) גם תחת המטרייה המוכרת של ניהול סיכונים. מאחר והיבטי אקלים מהווים היום סיכון ממשי, כמו גם אפשרות ההחמרה ברגולציה המסדירה היבטי אקלים או היבטי דעת קהל השופטת בחומרה חברות מזהמות, הרי שגם פריזמת הניתוח הזו לגיטימית בחברות.

#### הנטל יבריח חברות משוק ההון ו/או מישראל

29. באשר לשאלתכם בדבר נמעני ההנחייה, יודגש כי נטל הגילוי ו/או האימוץ של אחריות תאגידית וסיכוני ESG, הנו נטל בעל משמעות כספית ניכרת, אשר מסרבל תהליכי קבלת החלטות בתאגידים ומחייב תשומת לב ניהולית.

30. המורכבות טמונה גם בקושי לייצר דיווחים אודות סטאטוס האימוץ בתאגיד (שהוא יקר ומורכב); גם בצורך להתעלות לכדי עמידה בסטנדרטים (שיש לה עלות כספית לא מבוטלת); גם בדואליות הנוצרת בדפוסי החשיבה הניהוליים, מעצם הצורך "לרצות" קהלים שונים (שטובתם על פי רוב אינה מתלכדת זו עם זו), וגם בקושי לייצר יעד אחיד וממוקד לתאגיד (המוביל ל'זוג' עסקי מסוכן). בנוסף, טמון בחשיפה הכלולה בדיווח גם היבט בעייתי של פגיעה בתחרות, וחשיפת סודות מסחריים בפני מתחרים, בעולמות בהם החשיפה אינה הכרחית ויש לה תג מחיר גבוה.

31. משכך, השתת הנטל על חברות ציבוריות דווקא, והותרת האפשרות לחברות אחרות לחמוק ממנו, תביא לבריחה של חברות משוק ההון, ולהסתתן אל עבר השוק הפרטי הנעדר פיקוח ממילא, וודאי בהיבטי ESG. גרוע מכך, ייתכן והדבר יבריח חברות אל עבר שווקים מקלים יותר מעבר לים, ובכך יזיק נזק כבד לכלכלת ישראל, ויפגע קשות באטרקטיביות שלה למול שווקים זרים.

#### האבחנה בין היבטי ESG חשובים יותר או פחות- הוא תפקיד של המדינה ולא של החברות

32. קשה להתעלם מהמורכבות העולה מעצם הרצון להשית את חובת הדיווח בדבר אחריות תאגידית וסיכוני ESG על החברות עצמן. עולם ה- ESG מקפל בתוכו דיסציפלינות שלמות עתירות רבדים;

המונחים 'איכות סביבה', חברה וממשל תאגידי' הן רק כותרות המקפלות בתוכן תתי עולמות שלמים.

33. הכוונה להטיל את נטל הדיווח על החברות עצמן, משמעה גם האצלת סמכות ההכרעה לחברות, לשם קביעה אילו מבין העקרונות הנ"ל עליהן לאמץ ואילו לא. התפקיד המורכב והעדין הזה, המחייב מקצועיות, ניסיון והבנה בעולמות אלו עצמם, ראוי שיישמר למשרדי ממשלה המתמחים בתחומים אלו כדבר שבשגרה ולמחוקק השומע בעצתם. אלו אכן עשו בעבר מלאכתם נאמנה, והסדירו רבבות היבטים כאלו בחקיקה. מובן שגם דעתו של הציבור צריכה להישמע, אך אפשרות זו טבועה ממילא בהליכי החקיקה הסדורים.

34. הליך החקיקה עצמו (שלא כהיבטי דיווח אמורפיים המתוארים בקול הקורא) נדרש להבחנה בין עיקר וטפל, בין היבט הכרחי לכזה שאינו, בין עלות מהלך לתועלת הצומחת ממנו, ומשכך מופעלת במהלכו מסננת פנימית אוטומטית חשובה ברוח חוק עקרונות האסדרה תשפ"ב- 2021 (להלן: "חוק האסדרה").

35. כך, קיימת בישראל חקיקה עניפה בהיבטי ESG שכבר עברה את המסננת הזו, וקבלה ביטוי אדיר בחוקים ובתקנות בתחומים השונים, המהווים למעשה את חלק הארי של פעילות הכנסת. העומס הרגולטורי המושת כבר היום על חברות בהיבטי ESG, מעצם ההכרח לציית לחקיקה הקיימת בנושא, כבד ממילא, ויש להקל עליו ולא לחפש דרכים להכבידו.

36. רק לשם סבר את האוזן נזכיר על קצה המזלג תחומי ESG שונים המוסדרים כבר היום במאות חוקים ותקנות:

36.1. איכות סביבה: חומרים מסוכנים, איכות אוויר, הגנה על בעלי חיים, ים וחופים, מזיקים והדברה, מים, פסולת, קרינה, סביבה חקלאית, זיהום קרקעות ודלקים, רעש, שפכים;

36.2. חברה: נגישות, איסור אפליה וקידום אוכלוסיות מוחלשות, הגנה על עובדים ועל נשים בהריון, חקיקת רווחה וביטוח לאומי, חקיקת בריאות, חקיקת חינוך לרבות חינוך חובה; חקיקה למניעת הטרדה מינית; חקיקה המקדמת שוויון;

36.3. ממשל תאגידי: חוק החברות ותקנותיו (וועדות בקורת, מאזן, תגמול; דח"צים; כלל הרוב מן המיעוט בעסקאות עם בעלי עניין ושכר בכירים; מבקר פנים, שאלון ממשל תאגידי), חוק ניירות ערך ותקנותיו (חובות דיווח נרחבות בסוגיות כגון עובדי החברה, ניהול



סיכונים סביבתיים, מדיניות מתן התרומות של החברה, עסקאות בעלי עניין ומדיניות (תגמול), הנחיות רגולטוריות רבות מבית שולחנם של הרגולטורים השונים: רשות שוק ההון, רשות ניירות ערך והפיקוח על הבנקים.

37. הראייה לפיה עולמות ה-ESG הנם "שדה בור" שרגל אדם לא דרכה בהם, היא ראייה מוטעית שאין לה מקום. בפועל עוסק המחוקק הישראלי מזה שנים ארוכות בחקיקת ESG, מותיר לה מקום מרכזי ואף למעלה מכך. כל שנותר הוא לוודא שמשרדי הממשלה אוכפים חקיקה קיימת, וככל שהם מעוניינים בקידום חקיקה בהיבט נוסף- יתכבדו ויקדמו אותה.

38. "גלגול הנטל" אל החברות עצמן מהווה התפרקות של המדינה מתפקידה כאוכפת חקיקה שכבר קיימת, ובעיקר העברה לא ראויה של הנטל התקציבי הדרוש לשם לכך, ממשרדי הממשלה לחברות. מגמה פסולה, שבראייתנו אין לעודדה.

39. בנוסף, חקיקה בנושאי ESG תחיל את העקרונות הללו באופן שוויוני על כלל החברות במשק ולא רק על אלו הציבוריות, ותמנע ארביטראז' רגולטורי בין שוק ההון (עליו חל תקנון הבורסה) לסקטור הפרטי הלא מפוקח.

#### מקורה של המגמה בטובת הגופים המשקיעים ולא בטובת החברות

40. ראשיתה של המגמה במשקיעים בינלאומיים, ברובם מוסדיים, אשר החלו לקחת בחשבון במסגרת השקעותיהם, ולצד שיקולי התשואה הצפויה, גם שיקולי אחריות תאגידית וסיכוני ESG של התאגידים אשר בניירות הערך שלהם הם משקיעים את כספם.

41. חשוב להבין, כי שיקולי המשקיעים אינם עולים בהכרח בקנה אחד עם שיקולי החברות המושקעות, שכן הראשונים מכוונים ליצירת מותג "חזק" שימשוך אליו כספי עמיתים נוספים, ומעוניינים ברכישת אהדתם של עמיתים פוטנציאליים או קיימים. שיקולי מיתוג אלו (שאינן כלל קשר ישיר בינם ובין תשואת החברות), הנם אינטרס הגוף המשקיע, המובחן מאנטרס החברות המושקעות.

42. יש להדגיש כי נטייתם הנוכחית של משקיעים לכיוון בחינת היבטי ESG בחברות מושקעות, אינה הופכת את המגמה, כשלעצמה, לנכונה או חשובה לאימוץ. משמעה של נטייה זו היא כי בחינת ESG בחברות מושקעות מטיבה עם תדמיתם של המשקיעים (בעיני העמיתים), הא ותו לא. אין משמעה כי ESG צריכה לקבל ביטוי רגולטורי, וודאי לא ביטוי רגולטורי מחייב.

## מן הכלל אל הפרט, תגובתנו לקול הקורא

### שימוש לא לגיטימי בתקנון הבורסה כצינור להעברת מסרים של רשות ני"ע

43. נפתח בקושי שאנו חשים למול הליקוי בפרוצדורה. לטעמנו, העלאת נושאי מהות וליבה שרשות ני"ע מעוניינת בקידומם, באמצעות מעקף- של שינויים המועברים על ידה בתקנון הבורסה- אינה לגיטימית. תקנון הבורסה חל על כלל החברות הציבוריות בישראל ומחייב אותן, כמו גם על חברי הבורסה וגופים פיננסיים נוספים העושים שימוש בשירותי הבורסה- המשמעות בפועל היא עקיפה של וועדת הכספים ו-וועדת החוקה של הכנסת, תוך סלילת ערוץ חקיקה חדש נטול בקורת.

44. כך, הוראות מרחיקות לכת בעולמות תוכן מהותיים ומרכזיים (דוגמת הסוגיות הנדונות בקול קורא זה נושא תגובתנו, תנאים להנפקת שותפויות מו"פ ולהתנהלותן, תנאים להנפקת SPAC-ים) מוצאות דרכן אל עבר הגופים המפוקחים בדרך של שינוי תקנון, שאינו מחייב שום פיקוח פרלמנטרי, ונעדר הליך מעמיק של שיתוף ציבור או ציות לעקרונות חוק האסדרה.

45. בהקשר זה תודגש חשיבות הוודאות והיציבות, שהן אבני דרך מהותיות ביצירת סביבה ידידותית לגופים הפועלים בשוק ההון. העובדה כי רגולטור פיננסי כה מרכזי כרשות ני"ע, מאפשר לעצמו לשנות כללים מהותיים ללא כל בקרה, בדרכים שלא מחייבות שיתוף מהותי של הציבור או פיקוח פרלמנטרי, מייצרת חוסר וודאות הרה אסון, שעלול לנטרל במהרה את הפריחה שהושגה השנה בשוק ההון בישראל.

46. ויובהר, כל תכליתו של חוק האסדרה הייתה להבטיח איכותה של אסדרה חדשה ולהפחית נטל אסדרה עודף, תוך ביסוסה על עקרונות מנחים הנקובים בחוק, בכללם שיקולי עלות-תועלת. כן תוזכר החלטת ממשלה מספר 2118 מיום 22.10.2014, בעניין הפחתת הנטל הרגולטורי (להלן: "**החלטת הממשלה**"), לפיה יש לבחור בחלופה המפחיתה את הנטל הרגולטורי בקביעת רגולציה חדשה, תוך עמידה במבחני RIA- Regulatory Impact Assessment.

47. לפי חוק האסדרה והחלטת הממשלה, קיום הליך RIA לבדיקת יעילותו של דיווח בדבר מדיניות ESG ואחריות תאגידית (למול עלותו לחברות), הנו תנאי הכרחי לשם אימוץ הנחייה בעניין. מאחר ובדיקה כזו טרם בוצעה, וככל שתבוצע, קשה לטעמנו לשער כי תוצאותיה יצביעו על תועלת הגבוהה מעלותה, הרי שלפחות בשלב זה השתת חובות בנושא, ישירות או עקיפות, סותרת את רוחו של חוק האסדרה

ושל החלטת הממשלה. כל תאגיד ממילא יכול לבצע בחינת עלות-תועלת עצמאית בסוגיה, וככל שימצא כי תצמח לו תועלת מאימוץ סטנדרטי ESG ודיווח אודותם, הרי שפתוחה בפניו הדרך לבחור בערוץ זה.

#### התייחסות לרעיונות הכלולים בקול הקורא

48. חיוב חברות לפרסם דו"ח אחריות תאגידית- אנו סבורים, בשל כלל הנימוקים שפורטו באריכות לעיל, כי אין להטיל על חברות, בכל גודל שהוא, חובה לפרסם דו"ח אחריות תאגידית, האפשרות צריכה להישאר וולונטרית ולא כופה.

49. פרסום שאלון מקווה לנושא אחריות תאגידית שתפרסם הבורסה- המשמעות היא בעצם יישום מוגבל בהיקפו של האפשרות הראשונה (חיוב חברות לפרסם דו"ח אחריות תאגידית), ומשכך אנו מתנגדים גם לו. ככל ששאלון כזה ייבנה, הרי שהמענה לו צריך להיות וולונטרי ולא מנדטורי בהתבסס על כלל הנימוקים שהוזכרו מעלה.

#### 50. אחריות תאגידית וייצוג נשים בדירקטוריון כשיקול בקביעת הרכב מדדי הדגל של הבורסה-

50.1. מילוי שאלון ESG וייצוג הולם של נשים בדירקטוריון כתנאי סף להכללות במדדי הדגל- ושוב, הרעיון מבטא דרך אחרת לכפייה מנדטורית של מענה לשאלון ESG ושל ייצוג נשים בדירקטוריון, יוזמות שמוגרו בדרך המלך של חקיקה, בשל שלל הסיבות והנימוקים שזכרו לעיל. חברה שלא תצליח להיכלל באחד ממדדי הדגל רק משום שלא ענתה לשאלון ESG, היא בעצם חברה שגזרה כליה על המסחר במניותיה, ומשך אין לה כל ברירה אחרת אלא ליתן מענה לשאלון ESG. לחיוב מנדטורי כזה- אנו כאמור מתנגדים נחרצות. הרעיון של קידום שוויון מגדרי הוא חשוב ואין חולק על כך, אך הדרכים לקדמו צריכות להיות מגוונות ותהליכיות כפי שיפורט להלן.

50.2. הפחתת משקל במדדי הבורסה- גם רעיון זה מבטא כפייה מנדטורית (גם אם מרוככת) של מענה לשאלון ESG ושל ייצוג נשים בדירקטוריון, שהם רעיונות ראויים ונאורים אך צריכים להישאר וולונטריים.

50.3. השקה, בשיתוף עורך מדדים מוביל, של מדד ESG- מתוך כלל הרעיונות שהועלו בקול הקורא, זה הרעיון היחיד שאנו תומכים בו. תמיכתנו כפופה לכך, ששער הכניסה למדד יהיה גמיש ורחב יחסית, ויאפשר חלופות שונות ומגוונות של ביאה בשעריו, כפי שנפרט

מטה. ויובהר, המילים 'עורך מדדים בינלי' של מדד ESG אינן שקולות בעינינו למילות קסם. לאחרונה התפרסמה סקירה מעמיקה ולא מחמיאה באשר לאמינותו של מדד ה-ESG של MSCI למשל, שלא עשתה חסד לא עם עורך המדד ולא עם רעיון ה-ESG.

50.3.1. בהקשר זה יודגש רעיון השוויון המגדרי (שאינו ויכוח באשר לחשיבותו), והסברה השגויה לפיה הדרך היחידה או הנכונה ביותר ליישמו היא בדרך של הגדלת הייצוג הנשי בדירקטוריון. לאחרונה פורסמו תוצאות מחקר של פרופ' דן אריאלי, לפיו ההנחה שמספר ייצוגי של נשים בדירקטוריון מוביל בהכרח גם לתחושת שוויוניות גדולה יותר של נשים בשאר הארגון- היא הנחה שגויה. לפי מחקר זה (אותו הכתיר המחבר בכותרת: 'רוצים שוויון באמת? הפסיקו לספור נשים בהנהלה') מספר הוא רק מרכיב אחד בתוך המערכת המרכיבה את תחושת השוויוניות. ההנחה לפיה, תחושת שוויוניות של נשים בחלק העליון של החברה, מובילה בהכרח לתחושת שוויוניות של נשים בשאר הארגון, היא לפי אריאלי, לא נכונה. רוצה לומר- הסטנדרט לפיו נמדד או מקודם שוויון מגדרי- אינו חד מימדי ואסור 'להשטיחו' רק משום שקל למדוד את הנתון של מספר הנשים בדירקטוריון.

50.3.2. על כן לטעמנו, ככל שיוגדר מדד ESG- הרי שצריכה להכלל בו (למשל) גם חברה שמאפשרת דפוס עבודה גמיש מהבית, או חברה שמעודדת גם גברים לקחת חופשת לידה ארוכה, או חברה שמתמרצת הורים- גברים ונשים כאחד- לסיים את יום העבודה מוקדם יותר מספר פעמים בשבוע באופן קבוע, על מנת להיטיב את איזון הבית-עבודה שלהם.

50.3.3. ערך השוויון המגדרי הוא ערך ראשון במעלה ועל כך איננו חלוקים. הדרך לקדם אותו היא רבת פנים ותהליכית, ותהיה זו טעות להתמקד רק בשורת התוצאה הקלה למדידה (מספר הנשים בדירקטוריון). הדרך הנכונה היא דרך של חינוך תפיסתי לשוויון- יש לעודד יצירה של סביבת עבודה נוחה ושוויונית שמאפשרת קידום נשים; בסביבה כזו יהיה קל יותר לקדם נשים לעמדות הנהלה בכירות ומתגמלות, ובתוך זמן קצר יחסית הנשים הללו תמלאנה, ממילא ובלא צורך בחיזוקים מלאכותיים, את חדרי הדירקטוריונים. השינוי התודעתי והחינוכי הוא הדרך הנכונה, היסודית והאיתנה ביותר לקידום שוויון מגדרי.

סיכומו של דבר

51. אין חולק כי עידוד אימוץ סטנדרטים גבוהים של ESG ואחריות תאגידית, ובכללם הגדלת מספר הנשים בדירקטוריון, הנו ראוי, מבורך וחשוב. הרצון לצעוד לעבר "עולם טוב יותר" תוך מתן קשב לצרכים של קבוצות אנטרסים שונות, משותף לכולם וקשה שלא לתמוך בו.

52. עם זאת, חשוב שלא להפוך את הרעיון הערכי לנטל מנדטורי המושת על חברות ציבוריות, שלא הוכחה התועלת הטמונה בו, מאחר ובכך וטמונה סכנה של "שפיכת התינוק עם המים" (מחיקה ממסחר של חברות ציבוריות ו"זליגתן" לשוק הפרטי; מעבר של חברות מישראל לשווקים ידידותיים יותר בחו"ל).

53. לו אכן יוכח כי אימוץ סטנדרטיים גבוהים של ESG יניב תועלת לחברות (בהיבטי משקיעים, סחירות, תשואה או תדמית שיווקית), הרי שיש ליתן לשוק החופשי לפעול את פעולתו, והתמריץ האינהרנטי יעשה את שלו בלא שתידרש מעורבות של הבורסה או רשות ני"ע בקידום המהלך.

בברכה  
  
אילן פלסו, מנכ"ל

העתקים:  
איתי בן זאב, מנכ"ל הבורסה לני"ע  
ענת גואטה, יו"רית רשות ני"ע  
עו"ד מאיר לוין, המשנה ליועמ"ש, משרד המשפטים  
רם בלניקוב, מנכ"ל משרד האוצר  
גדעון תדמור, יו"ר איגוד החברות הציבוריות  
עו"ד ענת פילצר-סומך, יועצת משפטית לאיגוד החברות הציבוריות, משרד פילצר-סומך, עו"ד